

上海家化(600315)

报告日期: 2023年04月27日

一季度利润+16%修复明显, 期待业绩弹性

——上海家化 2022 年报 & 2023 一季报点评报告

投资要点

- 业绩概览: 22 年短期承压, 23Q1 修复明显**
上海疫情冲击较大, 22 年业绩属预期内。22 年收入 71.1 亿元 (-7.1%), 归母净利润 4.7 亿元 (-27.3%), 扣非归母 5.4 亿元 (-20.0%);
23Q1 归母净利同比+16%, 延续修复趋势。23Q1 收入 19.8 亿元 (-6.5%), 归母净利润 2.3 亿元 (+15.6%), 扣非归母 2.3 亿元 (+7.1%)。
- 盈利能力: 23Q1 净利率提升明显, 维持逐季改善**
22 年: 毛利率 57.1% (-1.6pp), 净利率 6.6% (-1.9pp), 销售/管理/研发费用率为 37.3% (-1.2pp) / 8.8% (-1.5pp) / 2.3% (+0.1pp);
23Q1: 毛利率 61.2% (-1.5pp), 净利率 11.6% (+2.2pp), 延续 22Q2 以来环比修复态势, 销售/管理/研发费用率为 40.7% (+0.9pp) / 9.1% (-0.6pp) / 1.7% (+0.2pp)。
- 22 年主营业务收入拆分: 个护家清凸显韧性, 线下依旧为主力渠道**
按品类: 个护家清逆势增长, 护肤下滑较大。个护家清 26.7 亿 (+10.9%), 母婴 21.4 亿 (-0.8%), 护肤 19.8 亿 (-26.8%), 合作品牌 3.1 亿 (-16.7%)。
按渠道: 特渠调整明显, 线下渠道表现分化。1) 线上 27.9 亿元 (-13.2%), 其中国内电商 17.0 亿 (-12.4%)、国内特渠 4.0 亿 (-28.7%)、海外线上 6.9 亿 (-3.0%); 2) 线下 43.1 亿元 (-2.6%), 其中商超 25.9 亿 (+1.8%)、百货 3.3 亿 (-30.0%)、化妆品专营店 2.5 亿 (-23.9%)、海外线下 11.5 亿 (+5.6%)。
- 看点: 品牌+渠道并举, 内外兼修共驱成长**
品牌焕新: 强化专业形象, 聚焦核心爆品。玉泽夯实“医研共创”差异化定位, 防晒新品“大分子白金盾”天猫小黑盒上市当日即位列品类第 1; 高夫聚焦高端蓝色线, 登顶下半年抖音男士护肤套装 TOP1; 启初合作北京儿童医院马琳团队, 上市婴幼儿多维舒缓系列, 建立专业护理形象, 加速抢占母婴心智。
渠道进阶: 线上多元化布局, 线下拥抱新零售。1) 线上: 推进多平台布局, 消化对单一打法依赖, 如剔除天猫超头缺失影响, 整体实现约 4% 增长。其中玉泽/佰草集天猫官旗 22 年复购率达 47.0%/46.1%, 较 21 年+4.5pp/4.5pp, 客群黏性进一步提升; 此外兴趣电商增速超 200%, 其中抖音小店同比+160%, 快手小店+4788%; 年末特渠亦已实现月销同比正增。2) 线下: 商超到家、社区团购业务快高增, 其中屈臣氏线上业务占比超 30%, 线下渠道新零售业务占比超 20%。
- 盈利预测与估值**
百年国货龙头上海家化, 深耕美妆日化, 国货形象历久弥新。董事长潘秋生上任后坚持 123 方针, 降本增效成果显著。预计 2023-2025 年归母净利润 7.7/9.0/10.3 亿元, 同比+62%/+18%/+13%; 当前对应 PE 为 25/22/19 X, 维持“增持”评级。
- 风险提示**
行业竞争加剧, 渠道转型风险, 新品推广不及预期。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

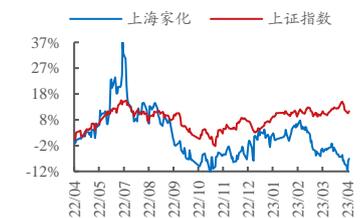
分析师: 汤秀洁
执业证书号: S1230522070001
tangxiujie@stocke.com.cn

分析师: 王长龙
执业证书号: S1230521020001
wangchanglong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥28.70
总市值(百万元)	19,483.66
总股本(百万股)	678.87

股票走势图



相关报告

- 《利润端大幅扭亏为盈, Q3 以来恢复性增长——上海家化 2022 年三季报点评报告》 2022.10.26
- 《二季度承压明显, H2 有望恢复性增长品发力+渠道进阶+激励夯实——上海家化 2022 年中报点评报告》 2022.08.25
- 《上海家化: 盈利能力优化, 复工复产进行时》 2022.04.29

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7106	8436	9456	10456
(+/-) (%)	-7.1%	18.7%	12.1%	10.6%
归母净利润	472	767	904	1025
(+/-) (%)	-27.3%	62.5%	17.9%	13.4%
每股收益(元)	0.70	1.13	1.33	1.51
P/E	41.2	25.4	21.5	19.0

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6555	8330	9642	11030
现金	1685	3308	4271	5310
交易性金融资产	2122	2122	2122	2122
应收账款	1324	1360	1563	1799
其它应收款	74	92	98	111
预付账款	72	77	93	98
存货	929	1025	1120	1244
其他	348	347	376	347
非流动资产	5715	5106	5012	4854
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	415	441	430	429
固定资产	863	729	600	471
无形资产	790	724	669	619
在建工程	28	24	22	20
其他	3619	3188	3291	3316
资产总计	12269	13437	14654	15885
流动负债	3533	3764	4205	4598
短期借款	5	2	2	3
应付款项	915	1039	1150	1254
预收账款	0	0	0	0
其他	2613	2723	3053	3342
非流动负债	1487	1632	1639	1586
长期借款	751	751	751	751
其他	736	880	888	834
负债合计	5020	5395	5844	6184
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7249	8042	8810	9700
负债和股东权益	12269	13437	14654	15885

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	665	1740	861	960
净利润	472	767	904	1025
折旧摊销	196	147	143	141
财务费用	(11)	28	8	(12)
投资损失	(43)	(141)	(131)	(105)
营运资金变动	(565)	616	130	71
其它	615	323	(193)	(160)
投资活动现金流	(155)	116	183	166
资本支出	73	83	78	78
长期投资	19	(27)	11	1
其他	(247)	59	94	87
筹资活动现金流	(384)	(233)	(81)	(88)
短期借款	5	(3)	1	1
长期借款	(174)	0	0	0
其他	(215)	(229)	(82)	(88)
现金净增加额	126	1623	963	1039

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7106	8436	9456	10456
营业成本	3048	3460	3830	4177
营业税金及附加	48	64	69	75
营业费用	2652	3248	3688	4099
管理费用	628	709	785	837
研发费用	160	190	213	235
财务费用	(11)	28	8	(12)
资产减值损失	47	(7)	(26)	(14)
公允价值变动损益	(103)	(15)	(10)	(10)
投资净收益	43	141	131	105
其他经营收益	70	30	60	60
营业利润	544	902	1071	1215
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	549	907	1077	1221
所得税	77	141	172	195
净利润	472	767	904	1025
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	472	767	904	1025
EBITDA	765	1088	1233	1361
EPS (最新摊薄)	0.70	1.13	1.33	1.51

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-7.06%	18.72%	12.09%	10.58%
营业利润	-27.75%	65.98%	18.74%	13.46%
归属母公司净利润	-27.29%	62.45%	17.93%	13.39%
获利能力				
毛利率	57.12%	58.99%	59.50%	60.06%
净利率	6.64%	9.09%	9.56%	9.81%
ROE	6.64%	10.03%	10.73%	11.08%
ROIC	5.71%	8.61%	9.08%	9.35%
偿债能力				
资产负债率	40.91%	40.15%	39.88%	38.93%
净负债比率	23.46%	17.56%	17.27%	16.89%
流动比率	1.86	2.21	2.29	2.40
速动比率	1.59	1.94	2.03	2.13
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.66	0.67	0.68
应收账款周转率	5.84	6.27	6.47	6.26
应付账款周转率	3.73	3.54	3.50	3.48
每股指标(元)				
每股收益	0.70	1.13	1.33	1.51
每股经营现金	0.98	2.57	1.27	1.42
每股净资产	10.68	11.87	13.00	14.32
估值比率				
P/E	41.19	25.36	21.50	18.96
P/B	2.69	2.42	2.21	2.00
EV/EBITDA	25.00	13.98	11.62	9.75

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>